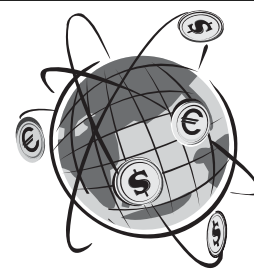


ФІНАНСОВИЙ РИНОК



УДК 339.542.2

ШИШКОВА Н.Л.

ПЕРСПЕКТИВИ ВИКОРИСТАННЯ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ В УКРАЇНІ

В статті розглянуто сутність деривативів в контексті управління валютними і відсотковими ризиками. Дана оцінка використання деривативів (ф'ючерсів, форвардів, опціонів). Запропоновані рекомендації по використанню деривативів суб'єктами господарювання.

In this article the interpretation of the derivatives for management of foreign exchange risk and interest rate risk is described. The practical issues of the economic and finance estimation of derivatives (futures contracts, forward contracts, option, swap) has been worked out. Recommendations are offered as to the improvement of derivatives.

Згідно з Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» деривативи або похідні цінні папери визначені як «цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів...» [1].

На думку експертів деривативи є дешевим і ефективним інструментом керування ризиками, яким виробники й споживачі піддаються через зміну процентних ставок, цін на товарних ринках, курсів валют [2,3]. З погляду керування ризиком вони дозволяють фінансовим інститутам і іншим учасникам ідентифікувати, ізолювати й окремо управляти ринковими ризиками фінансових інструментів і товарів. Але тривалі обговорення необхідності прийняття Закону "Про деривативи", що комплексно регулював би питання застосування деривативів і передбачав універсальну класифікацію останніх, дотепер не призвели до його прийняття.

Для того, щоб визначити перспективи використання похідних фінансових інструментів в Україні на найближчу перспективу, слід проаналізувати стан питання за останні роки, а також визначити ті риси деривативів, які можуть зробити їх найбільш прийнятним фінансовим інструментом, що здатний і мінімізувати ризики (валютні, фінансові), і пожвавити діяльність організованого ринку.

Протягом 2007 року ДКЦПФР зареєстровано випусків опціонів на суму 34 млн. грн. [4] Загалом слід зазначити, що на протязі 2000-2007 рр. цей показник коливався у межах лише 17-161 млн. грн. (табл.1).

Від початку розвитку вітчизняного фондового ринку спостерігається постійна диверсифікація випуску фінансових інструментів: після беззаперечного лідерства акцій у 1997-2001рр. значну роль на ринку почали відігравати спочатку облігації, а потім і цінні папери інститутів спільного інвестування (рис. 1).

Фондові деривативи (а саме – опціони) залишаються інструментами, що досить рідко використовуються на національному ринку цінних паперів. Їх частка у загальному обсязі зареєстрованих випусків цінних паперів та фінансових інструментів ще зростала

протягом 2000-2003 рр. (з 0,15% до 0,42%), але потім відбулося значне зниження і цієї вкрай незначної частки – до 0,02-0,026% у 2006-2007рр.

Таблиця 1

Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів (млрд.грн.) в 2000-2007 рр.

Фінансові інструменти	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Акції	15,49	21,92	12,80	18,02	28,34	24,81	43,54	50,00
Облігації підприємств	0,07	0,69	4,27	4,24	4,11	12,75	22,07	44,48
Облігації місцевих позик				0,15	0,05	0,35	0,08	0,16
Опціони	0,02	0,06	0,02	0,10	0,11	0,16	0,02	0,03
Акції КІФ				0,14	0,15	0,84	1,53	5,48
Інвестиційні сертифікати				0,97	2,01	23,06	16,61	31,12
Сертифікати ФОН						0,02	0,22	1,93
Іпотечні облігації								0,05
ЗАГАЛОМ	15,58	22,67	17,09	23,62	34,76	61,99	84,07	133,25

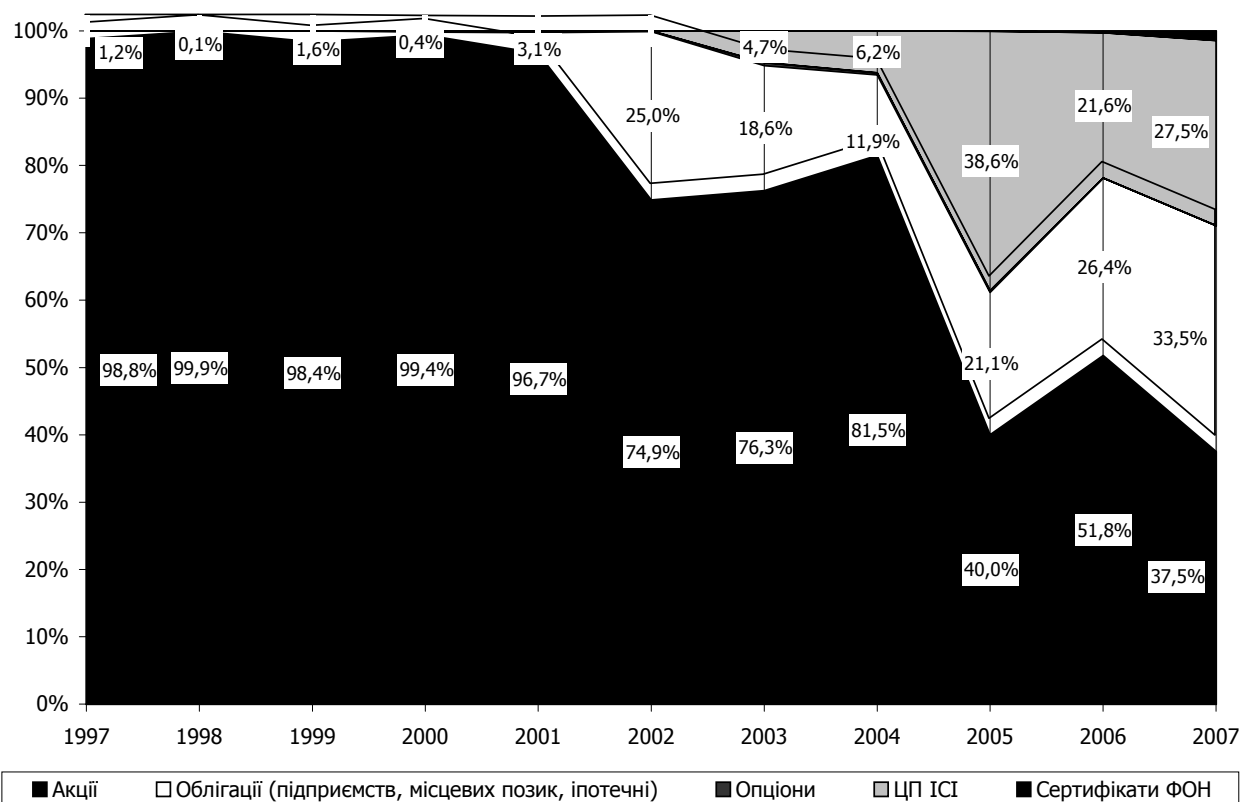


Рис. 1. Структура зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів в 1997-2007 рр.

Рис. 2 ілюструє обсяг та кількість зареєстрованих ДКЦПФР випусків опціонів в 2003-2007 рр.: якщо спочатку опціони випускалися значною вартістю (в середньому 316 грн. в 2003 р.), то в 2007 р. середня вартість випущеного опціону склала лише 12 грн.

Починаючи з 2000 року, 26 емітентів здійснили випуски опціонів (табл.2). Найбільш популярними опціони стали для підприємств сфери телекомунікацій, торгівлі та будівництва, оскільки застосування опціонів дозволяє підприємствам цих галузей певним чином оптимізувати базу оподаткування.

Окрім опціонів, за станом на 31.12.2007р. ДКЦПФР зареєстровано 46 специфікацій ф'ючерсних контрактів: 16 в аграрному секторі, 22 в валютному секторі, 8 у паливно-енергетичному секторі.

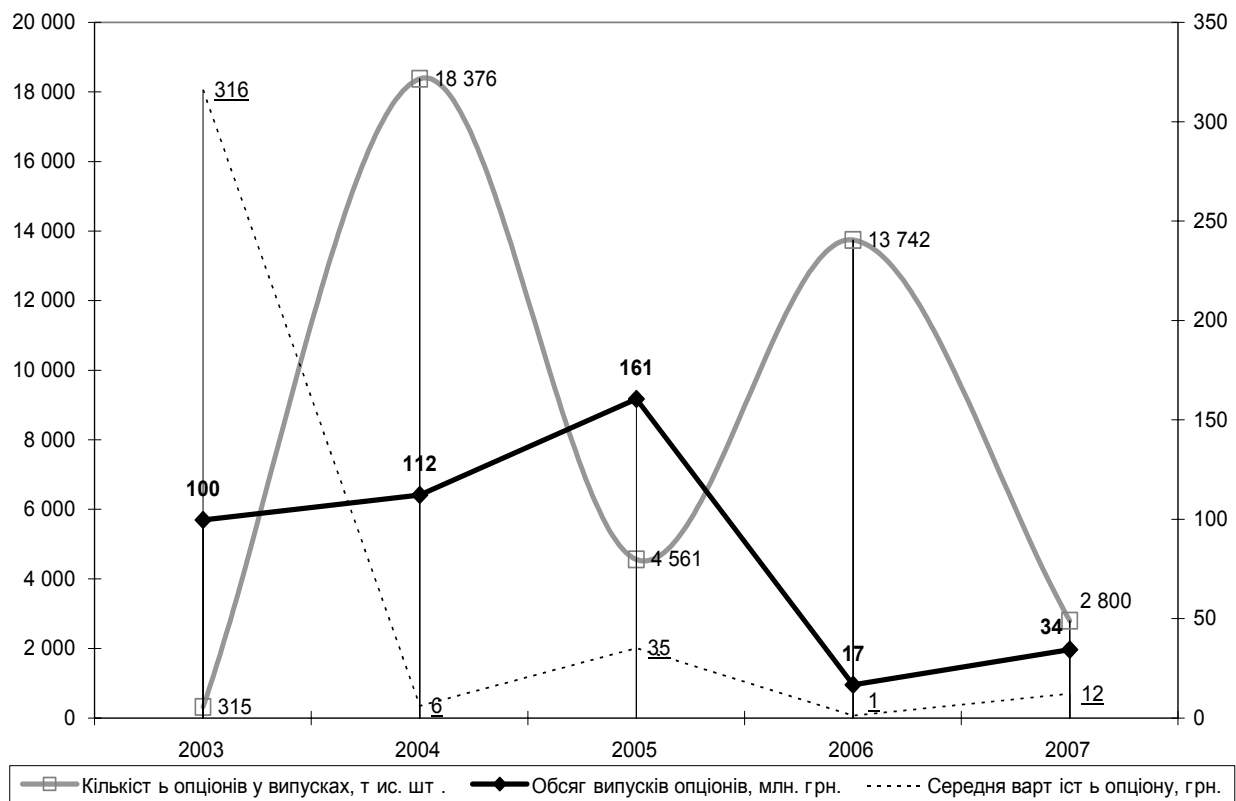


Рис. 2. Обсяг та кількість зареєстрованих ДКЦПФР випусків опціонів в 2003-2007 рр.

Однак протягом 2007 року випуски специфікацій ф'ючерсних контрактів не реєструвалися.

За даними річного звіту ДКЦПФР, на організаторах торгівлі (фондових біржах та торговельно-інформаційних системах) за станом на 31.12.2007р. обертається 1989 цінних паперів та фінансових інструментів, в тому числі 1812 в категорії позалістингових, 159 – в 2 категорії лістингу, 18 – в 1 категорії лістингу.

Частка деривативів становить лише 1,7% (рис.3).

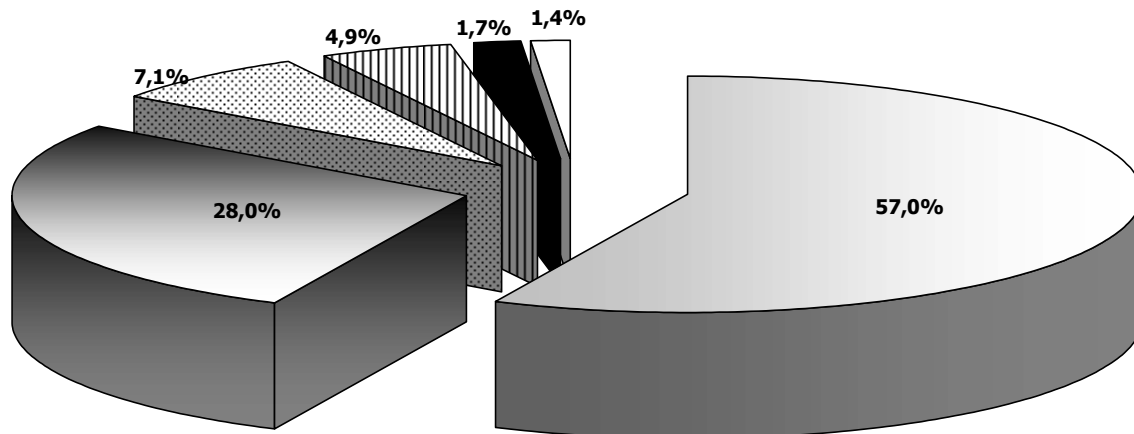
Частка деривативів у загальному обсязі торгів на фондовому ринку цінних паперів залишається незначною (табл. 3). Постійне зростання торгів деривативами, що спостерігалось у 2000-2004 рр., змінилося різким спадом. Обсяг торгів деривативами протягом 2007 року склав лише 150 млн. грн., тобто в 16 разів менше, ніж у 2004 р.

Емітенти опціонів за секторами економіки

Сектор економіки	Емітенти опціонів
Сектор телекомунікацій	ВАТ «Укртелеком»
	ТОВ «Стар-Софт»
	ВАТ «Подільська телефонна компанія «Мітел»
Промисловість	ВАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат»
	ТОВ «Краматорський комбінат дитячого харчування»
Фінансовий сектор	ТОВ МП «Брокерська фірма «Бастма»
	ТОВ «Інвестиції та консалтинг»
	ВАТ «Автоальянс XXI сторіччя»
	ЗАТ «Альтера-Фінанси»
Оптова та роздрібна торгівля	ТОВ «ТТК»
	ТОВ «Дніпровська хвиля»
	ТОВ «Нікос»
	ТОВ «Ринок-1»
Будівництво	ТОВ «Промбудіндустрія»
	Фірма «Буран-Україна»
	ТОВ «Будіндустрія XXI сторіччя»
	ЗАТ «Українська промислово-інвестиційна компанія «Проміндустрія»
	ЗАТ «Фінансово-будівельна компанія «Дніпро-Інвест-Буд»
	Закрите акціонерне проектно-будівельне товариство «Севастопольжиттлобуд»
	ТОВ «Євробуд»
Комунальний сектор	КП «Білоцерківтепломережа»
	ТОВ «Масивтепломережа»
Газопостачання	ТОВ «Підприємство по закупівлі та реалізації газу «Одесагаз»
Діяльність у сфері культури та спорту	ТОВ «Міжнародний центр відпочинку «Юність»

Причина – поява інститутів спільного інвестування, використання яких для легальної оптимізації оподаткування було більш зручним, більш зрозумілим інвесторам та передбачало більш чітке нормативне регулювання (на рівні відповідного Закону України). Результат: частка інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів у загальному обсязі укладених торговцями цінними паперами договорів зросла з 0,2% у 2003р. до 5,4% у 2007р.

Також не дуже активно торгуються деривативи й на організованому ринку (табл. 4). Динаміка популярності торгівлі цими інструментами відіграє аналогічну картину: активне зростання до 2004 року та подальший такий же різкий спад.



□ Акції ■ Облігації підприємств ▨ Державні облігації ▤ Інвестиційні сертифікати ■ Деривативи □ Облігації місцевих позик

Рис. 3. Структура цінних паперів та фінансових інструментів в обігу на організаторах торгівлі України станом на 31.12.2007р.

Таблиця 3

Обсяги виконаних торговцями цінними паперами договорів за видами фінансових інструментів в 2000-2007 рр. (млрд. грн.)

Фінансові інструменти	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Акції	11,51	19,36	34,24	76,99	138,77	179,79	225,65	283,54
Векселі	21,99	30,10	50,21	88,07	125,34	133,12	142,23	212,64
Депозитні сертифікати НБУ та казначейські зобов'язання		2,62	0,66	0,38	3,03	18,57	1,08	14,85
Державні облігації	2,49	9,80	9,41	5,86	16,11	27,32	40,85	59,86
Облігації підприємств	0,31	0,89	2,16	9,01	21,28	32,62	62,38	134,73
Облігації місцевих позик		0,00	0,00	0,16	0,98	2,23	2,85	4,31
Ощадні сертифікати	2,72	4,71	11,41	21,71	11,74	2,37	3,1	3,2
Інвестиційні сертифікати	0,20	0,90	0,32	0,46	1,75	5,72	14,24	40,43
Деривативи	0,003	0,10	0,19	0,31	2,39	2,02	0,26	0,15
Іпотечні та заставні цінні папери							0,14	0,6
ЗАГАЛОМ	39,22	68,48	108,61	202,95	321,39	403,76	492,78	754,31
Частка деривативів	0,01%	0,15%	0,18%	0,15%	0,74%	0,50%	0,05%	0,02%

Таблиця 4

Обсяги торгів на організаторах торгівлі за видами фінансових інструментів в 2001-2007 рр. (млрд. грн.)

Фінансові інструменти	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Акції	1,28	0,94	0,84	1,84	4,48	6,95	13,61
Державні облігації	7,63	4,74	0,52	0,65	3,88	8,51	2,77
Облігації підприємств	0,12	0,79	2,04	4,34	6,54	12,13	17,36
Облігації місцевих позик			0,01	0,89	0,67	0,99	0,79
Інвестиційні сертифікати	0,03			0,03	0,18	0,33	0,43
Деривативи	0,04	0,07	0,11	1,62	0,68	0,09	0,05
Інші	0,14	0,01				0,05	0,13
ЗАГАЛОМ	9,24	6,54	3,52	9,37	16,43	29,05	35,14
Частка деривативів	<u>0,4%</u>	<u>1,1%</u>	<u>3,1%</u>	<u>17,3%</u>	<u>4,1%</u>	<u>0,3%</u>	<u>0,1%</u>

Слід тим не менше зазначити, що не в останню чергу зниження активності торгів похідними інструментами на фондових біржах пов'язане з певним занепадом самих бірж на Україні.

Якщо спочатку ринок розвивався у напрямку пріоритетного розвитку організованого сегменту, то надалі біржам так і не вдалося забезпечити професійним учасникам фондового ринку та інвесторам умови організації торгівлі, які були б суттєво кращими за позабіржовий ринок. Наразі національний фондовий ринок характеризується неорганізованим сегментом, який не має аналогів в світі та обслуговує передусім тіньову сферу економіки: поза біржами обсяг торгів цінними паперами у 2007 році склав 717,4 млрд. грн., тобто перевищує обсяг номінального ВВП України.

Якщо у 2002 році частка торгів на організованому ринку зросла до 13,5%, то в 2003 р. цей показник впав до зовсім неприпустимих 1,8% та й весь період 2004-2007 рр. не перевищував 6%.

Звісно, в таких умовах деривативи, обіг яких вимагає перш за все торгів саме на організованому фондовому ринку та жорстких умов законодавства та фондових бірж щодо формування справедливої ціни на активи, не можуть активно торгуватись в Україні.

Рис. 4 демонструє, що деривативи є фінансовими інструментами, що в найбільшій мірі орієнтовані саме на організований ринок цінних паперів: частка торгів деривативами на фондових біржах у 2007 році склала 86,7% при середньому рівні для інших фондових інструментів 4,9%.

Але теперішня фінансова криза може докорінно змінити ставлення до похідних фінансових інструментів, дешевих і ефективних інструментів керування ризиками. І незважаючи на складність похідних фінансових інструментів, їх нестабільну вартість, а також враховуючи думку деяких економістів стосовно того, що нинішня криза є наслідком необгрунтовано широкого використання похідних фінансових інструментів, більш поширене їх використання в Україні дедалі буде зумовлене пошуком нових напрямів діяльності фінансових установ. З погляду керування ризиком вони дозволяють

фінансовим інститутам і іншим учасникам ідентифікувати, ізолювати й окремо управляти ринковими ризиками фінансових інструментів і товарів [5-7].

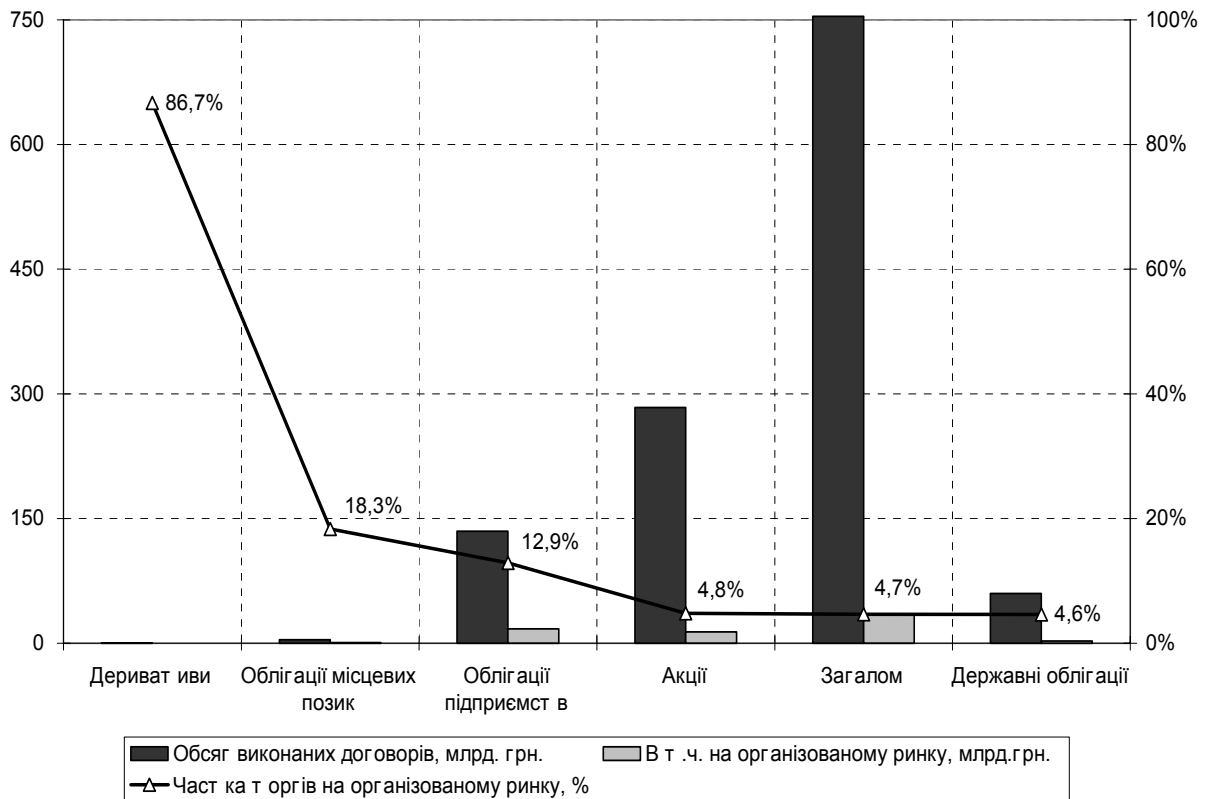


Рис. 4. Частка торгів на організованому ринку за фінансовими інструментами в 2007 році

Загальний розвиток ринку фондових, валютних та товарних деривативів сприятиме:

- 1) зменшенню загальних витрат біржі (їх поєднанню), що позитивно позначиться на біржових зборах, які утримуються з учасників ринку;
- 2) економії матеріально-технічних ресурсів, можливості використання кваліфікації та досвіду біржових спеціалістів, які забезпечують торгівельний процес на "основному" ринку, для організації ринку строкових угод;
- 3) можливості створення єдиної торговельної і розрахункової системи та максимальної уніфікації біржових правил;
- 4) створенню реальних умов для диверсифікації ризиків і зменшення прямої залежності учасників торгівлі від волатильності ринків.

Зважаючи на необхідність приведення умов функціонування біржової торгівлі до європейських, доцільно на законодавчому і нормативно-правовому рівні встановити єдині вимоги щодо:

- 1) мінімального розміру капіталу біржі, що надає послуги з організації біржовим товаром, допущеним до обігу на регульованому ринку;
- 2) загальної системи атестації (сертифікації) фахівців брокерських компаній, що відповідає регуляторним вимогам Європейського Союзу, проведенню усіх операцій на біржах виключно атестованими (сертифікованими) фахівцями;
- 3) процедури реєстрації специфікацій;

4) технічного й програмного забезпечення, достатнього для ефективної організації торгівлі і якісного управління операціями, яке гарантує надійність і можливість запобігання ризику збою засобів, що належать біржі.

Впровадження ринку деривативів розширить ефективність перерозподілу цінових ризиків, основна економічна функція яких - хеджування, тобто страхування від зміни цін на ринку капіталів шляхом їх фіксації на день укладення строкового контракту, та підвищить інформативність товарного, валютного і фондового ринку, створить уніфіковані умови для розвитку біржової торгівлі похідними інструментами, базовим активом яких можуть бути інші фінансові та товарні ресурси, що в свою чергу сприятиме прискореному формуванню в Україні цілісного та інвестиційно привабливого товарного, валютного і фондового ринку, інтеграції у європейський та світові ринки.

Таким чином, і фондові, і валютні, і товарні деривативи вже своїм визначенням стандартного документу, який засвідчують право продати та/або купити активи на обумовлених умовах у майбутньому ідентифікують ці умови, знижуючи ризики, що пов'язані з коливанням цін, курсів валют, процентних ставок. Актуальними стають питання законодавчого врегулювання окремих аспектів використання деривативів в Україні. Необхідними стають зміни до правил використання похідних фінансових інструментів.

Література:

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»// 23 лютого 2006 року// N 3480-IV
2. Кирпа Ю. Захист від невизначеності// Журнал "Компаньйон", 24 вересня 2008р.
3. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія. – К.: КНЕУ, 2001. – 263с.
4. Звіти ДКЦПФР за 2001-2007рр
5. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»
6. Правила випуску та обігу валютних деривативів// Постанова Правління Національного банку України від 7 липня 1997 р. N 216
7. Правила випуску та обігу фондових деривативів// Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 24 червня 1997 р. N 13 з змінами і доповненнями, внесеними рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 20 листопада 2001 року N 336

*Рекомендовано до публікації
д.е.н., проф. Галушко О.С. 17.11.08*

*Надійшла до редакції
19.12.08*